

## 公司研究

## 大众入股定增落地，磷酸铁锂龙头再起航

## ——国轩高科（002074.SZ）重要公告点评

## 要点

**事件：**12月12日，公司发布非公开发行股票发行情况报告书暨上市公告书，大众入股定增落地。

**大众入股成为第一大股东，定增落地：**本次非公开发行股票数量为384,163,346股，不超过公司发行前总股本的30%。募集资金总额为73.03亿元，扣除发行费用后募集资金净额为72.31亿元，股票将于12月15日上市。本次非公开发行和股份转让完成后，大众中国将合计持有公司440,630,983股，占公司总股本的26.47%，为公司第一大股东，李缙及其一致行动人将合计持有公司302,500,435股，占公司总股本的18.17%，为公司第二大股东。

**公司控制权不变更：**在本次非公开发行及股份转让完成后，李缙及其一致行动人仍为持有公司第一大表决权的股东，且高于持有公司第二大表决权的股东大众中国的表决权比例5%以上，李缙及其一致行动人有权提名的董事占公司董事会半数以上席位。因此，本次非公开发行及股份转让完成后，李缙仍为公司实际控制人，本次发行不会导致公司的控制权发生变化。

**强强联合，协同发展：**本次发行将引入大众中国作为战略投资者，大众汽车集团是世界领先的汽车制造商之一，到2025年前，大众汽车集团计划将产品阵容中的电动汽车车型比例增至35%，国轩有望受益大众的电动化战略。本次非公开发行募集的资金将主要用于新建国轩电池年产16GWh高比能动力锂电池产业化项目、新建国轩材料年产30,000吨高镍三元正极材料项目，助力国轩2025年300GWh的产能规划。

**盈利预测、估值与评级：**2021年以来上游原材料价格上涨，公司盈利能力承压，预计22年将逐步缓解；公司下游客户拓展顺利，新增产能释放为公司未来收入增长打下坚实基础，下调21年、上调22-23年净利润预测至2.43/8.94/12.36亿元（变化幅度-54%/+2%/+17%），当前股价对应PE分别为412/112/81x。公司坚持“做精铁锂，做强三元，做大储能”的产品路线，并向电动两轮车、电动船舶领域延伸。大众入股后有望凭借客户以及产品优势打开市场空间，公司将受益于大众的全球电动化布局，大众入股后有望带来先进的制造技术和生产管控经验，国轩高科的盈利能力和高端整车客户占比有望提升，具备业绩超预期的空间，维持“买入”评级。

**风险提示：**产业政策变更风险；大众与公司合作进度不及预期；竞争加剧导致盈利能力下滑。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,959	6,724	10,927	20,457	28,843
营业收入增长率	-3.28%	35.60%	62.50%	87.21%	41.00%
净利润（百万元）	51	150	243	894	1,236
净利润增长率	-91.17%	192.02%	62.45%	267.65%	38.24%
EPS（元）	0.05	0.12	0.15	0.54	0.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.58%	1.37%	2.23%	7.55%	9.42%
P/E	1,333	514	412	112	81
P/B	7.7	7.1	9.2	8.4	7.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-12-10；2020年末总股本12.81亿股，定增后总股本16.65亿股

## 买入（维持）

当前价：60.11元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004  
010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001  
021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005  
021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

联系人：和霖

helin@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	16.65
总市值(亿元)	1000.66
一年最低/最高(元)	30.61/66.60
近3月换手率	151.82%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.98	5.74	80.55
绝对	4.52	7.01	82.98

资料来源：Wind

## 相关研报

磷酸铁锂龙头全产业链布局，携手大众打开成长空间——国轩高科（002074.SZ）投资价值分析报告（2021-08-02）

与大众签署谅解备忘录，磷酸铁锂龙头进军全球——国轩高科（002074.SZ）重要公告点评（2021-07-14）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,959	6,724	10,927	20,457	28,843
营业成本	3,345	5,028	8,611	15,918	22,704
折旧和摊销	523	600	800	903	1,024
税金及附加	38	43	71	141	190
销售费用	334	266	421	769	1,055
管理费用	398	398	625	1,139	1,571
财务费用	291	312	366	651	973
研发费用	437	499	810	1,537	2,196
投资收益	-24	61	24	33	23
<b>营业利润</b>	<b>59</b>	<b>168</b>	<b>276</b>	<b>1,016</b>	<b>1,402</b>
利润总额	52	166	276	1,013	1,400
所得税	4	20	32	119	164
净利润	48	147	243	894	1,236
少数股东损益	-3	-3	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>51</b>	<b>150</b>	<b>243</b>	<b>894</b>	<b>1,236</b>
EPS(元)	0.05	0.12	0.15	0.54	0.74

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	-683	685	164	417	1,763
净利润	51	150	243	894	1,236
折旧摊销	523	600	800	903	1,024
净营运资金增加	919	855	2,771	6,223	5,180
其他	-2,176	-920	-3,650	-7,603	-5,677
<b>投资活动产生现金流</b>	-2,062	-2,243	-2,351	-2,292	-2,477
净资本支出	-1,957	-2,091	-2,025	-2,265	-2,460
长期投资变化	622	668	0	0	0
其他资产变化	-728	-820	-326	-27	-17
<b>融资活动现金流</b>	3,080	1,334	3,760	6,163	4,488
股本变化	0	144	384	0	0
债务净变化	3,098	232	3,975	6,933	5,265
无息负债变化	980	412	7,268	11,696	12,319
<b>净现金流</b>	331	-241	1,574	4,288	3,774

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	32.5%	25.2%	21.2%	22.2%	21.3%
EBITDA 率	35.5%	24.2%	19.1%	15.2%	14.0%
EBIT 率	25.0%	15.1%	11.8%	10.8%	10.5%
税前净利润率	1.0%	2.5%	2.5%	5.0%	4.9%
归母净利润率	1.0%	2.2%	2.2%	4.4%	4.3%
ROA	0.2%	0.5%	0.6%	1.5%	1.6%
ROE (摊薄)	0.6%	1.4%	2.2%	7.5%	9.4%
经营性 ROIC	8.2%	5.4%	5.5%	6.8%	7.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	64%	60%	72%	80%	83%
流动比率	1.30	1.31	1.12	1.05	1.03
速动比率	0.95	1.04	0.88	0.82	0.82
归母权益/有息债务	1.19	1.41	0.93	0.64	0.55
有形资产/有息债务	3.17	3.35	3.17	3.04	3.15

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>总资产</b>	25,170	27,835	39,052	58,644	77,508
货币资金	3,615	3,344	4,917	9,205	12,980
交易性金融资产	0	411	411	411	411
应收账款	5,607	6,587	9,823	14,217	20,024
应收票据	496	427	1,093	2,046	2,884
其他应收款 (合计)	160	135	225	475	614
存货	3,959	3,220	5,349	9,432	12,487
其他流动资产	657	1,163	2,844	6,656	10,010
<b>流动资产合计</b>	14,761	15,620	25,199	43,308	60,655
其他权益工具	772	915	850	910	950
长期股权投资	622	668	668	668	668
固定资产	5,549	7,160	7,618	8,130	8,791
在建工程	1,282	1,152	1,226	1,383	1,651
无形资产	827	1,264	1,282	1,299	1,316
商誉	80	81	81	81	81
其他非流动资产	664	270	691	691	691
<b>非流动资产合计</b>	10,409	12,215	13,853	15,336	16,853
<b>总负债</b>	16,115	16,759	28,002	46,632	64,216
短期借款	3,862	3,252	7,074	13,717	19,163
应付账款	4,341	4,017	8,187	15,135	22,693
应付票据	2,119	3,032	5,485	9,940	14,110
预收账款	106	0	0	0	0
其他流动负债	4	18	33	86	125
<b>流动负债合计</b>	11,397	11,894	22,464	41,095	58,766
长期借款	723	2,587	2,617	2,648	2,681
应付债券	2,466	996	1,496	1,653	1,381
其他非流动负债	311	265	685	498	649
<b>非流动负债合计</b>	4,717	4,866	5,538	5,537	5,450
<b>股东权益</b>	9,056	11,075	11,050	12,012	13,292
股本	1,137	1,281	1,665	1,665	1,665
公积金	5,026	6,390	6,030	6,120	6,243
未分配利润	2,996	3,158	3,377	4,181	5,293
归属母公司权益	8,904	10,906	10,880	11,843	13,122
少数股东权益	152	169	170	170	170

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	7%	4%	4%	4%	4%
管理费用率	8%	6%	6%	6%	5%
财务费用率	6%	5%	3%	3%	3%
研发费用率	9%	7%	7%	8%	8%
所得税率	7%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.60	0.53	0.10	0.25	1.06
每股净资产	7.83	8.52	6.54	7.11	7.88
每股销售收入	4.36	5.25	6.56	12.29	17.33

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	1333	514	412	112	81
PB	7.7	7.1	9.2	8.4	7.6
EV/EBITDA	42.1	51.8	53.2	38.0	30.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE